



Além das fronteiras: Os desafios de crescimento dos mercados emergentes

13 de janeiro de 2014

Por Alexander Culiuc e Kalpana Kochhar

Diversas economias de mercados emergentes têm passado por momentos de tensão desde maio, quando o Federal Reserve, o banco central norte-americano, anunciou que o programa de compra de ativos começaria a ser reduzido no futuro. É mais uma mostra de como essas economias ainda são sensíveis às condições econômicas além de suas fronteiras.

Na maioria dos casos, os movimentos de mercado até agora têm sido de curta duração. Mas os mercados emergentes sabem o que lhes espera — as taxas de juros das economias avançadas um dia irão subir, reduzindo o financiamento externo barato que os emergentes têm aproveitado até agora. E esse é apenas um dos fatores externos que afetam as perspectivas de crescimento dos mercados emergentes.

Uma conjuntura global menos favorável

Não esperamos que o crescimento nas economias avançadas volte aos níveis anteriores a 2008, quando eram movidos pela forte expansão do crédito. Tampouco há sinais de que outro *boom* de commodities alimente a sorte dos exportadores de matérias primas. Resumindo: a conjuntura externa favorável que impulsionou os mercados emergentes nos anos anteriores à crise já não existe ou, no caso do financiamento externo fácil, está com os dias contados.

Em um [blog](#) anterior, mostramos que fatores externos explicam boa parte da desaceleração nas economias de mercados emergentes em 2011 e 2012. Mas qual será o efeito material dessas forças externas sobre o crescimento nos próximos três a cinco anos? Quais serão os países mais afetados? As políticas teriam alguma influência?

Utilizando uma extensa base de dados que abrange mais de três décadas, exploramos alterações na conjuntura externa e seu efeito sobre o crescimento. Constatamos que uma combinação de taxas de juros mais elevadas, preços mais baixos de commodities e menor crescimento nas economias avançadas provavelmente reduz em cerca de 1% o crescimento de uma economia de mercado emergente em posição intermediária em termos de abertura comercial e financeira (aguarde mais detalhes em um estudo próximo). Contudo, o impacto será diferente dependendo das circunstâncias e políticas do país.

Crescimento e condições externas

Economias de mercados emergentes cujas exportações respondem por uma fração maior do PIB são mais sensíveis a alterações no crescimento de outras economias. Um declínio da demanda externa desferiu um golpe duplo nas exportações e no investimento de setores orientados para a exportação.

Constatamos que, para uma economia de mercado emergente representativa, cada porcentagem de menor crescimento de seus parceiros comerciais provoca uma redução de cerca de ¾% de seu crescimento.

Da mesma forma, países com maior grau de integração financeira são mais sensíveis a alterações nas taxas de juros mundiais. A despesa financiada por recursos externos se esgota, o que provoca danos em todo o resto da economia. O efeito é considerável: um aumento de 1% das taxas de juros reais dos EUA implica uma redução de cerca de 0,1% do crescimento dos mercados emergentes.

Choques ou alterações súbitas na relação entre os preços das importações e os preços das exportações — a chamada relação de troca — têm um efeito importante, a médio prazo, sobre os exportadores de minérios. O curioso é que nem todos os países que dependem das exportações desses produtos são afetados com a mesma intensidade, o que atribuímos a duas distinções.

Primeiro, os exportadores de minérios exibem maior grau de concentração da atividade econômica; o capital empregado especificamente na extração mineral não pode ser rapidamente realocado a outros setores diante de variações nos preços das commodities. Já economias mais diversificadas podem amortecer o golpe em um setor realocando recursos menos especializados para outros setores.

Segundo, após um *boom* de preços das commodities, poucos reconhecem que tudo que sobe um dia tem que descer. A economia embarca em um festival de compras, muitas vezes contraindo empréstimos garantidos pela receita futura de commodities. E, quando os preços de exportação recuam, o país é forçado a efetuar cortes drásticos, exacerbando as oscilações nas relações de troca.

O papel das políticas

Assim, a sorte das economias de mercados emergentes muda conforme as condições externas. Mas as políticas têm um papel a cumprir para amortecer o impacto dessas forças. A margem de manobra dos países depende de como cada um conduz sua política econômica nos anos de expansão.

Países com regime de câmbio flutuante são menos sensíveis a alterações nas taxas de juros mundiais. Um país com conta de capital aberta e taxa de câmbio vinculada à moeda de outro país efetivamente importa a política monetária desse país. Um aperto das condições monetárias nas economias avançadas inevitavelmente se traduz em taxas internas mais elevadas. Por isso, a taxa de câmbio flutuante é a primeira linha de defesa contra choques externos.

O cuidado na gestão dos fluxos de capital em períodos de taxas de juros baixas e dinheiro fácil é importante. Constatamos que episódios de crescimento financiado por meio da deterioração da conta corrente são seguidos por períodos de menor crescimento. Para evitar déficits elevados em conta corrente e a explosão de crédito a eles associada, os fluxos de entrada de capitais de não residentes devem ser compensados por fluxos simultâneos de saída de capitais de residentes, que podem então ser utilizados em caso de inversão da entrada de capitais. A publicação [Perspectivas da Economia Mundial](#) do FMI mostra que políticas fiscais anticíclicas, regimes de metas de inflação, taxas de câmbio flexíveis e instituições de melhor qualidade geral são os fatores que mais contribuem para a boa gestão desses fluxos.

Para mercados emergentes dependentes de commodities, as perspectivas dependem de quanto dos ganhos inesperados os países poupam em anos de expansão. Constatamos que, descontado o efeito da despesa pública, a resposta do crescimento a médio prazo a variações nas relações de troca é muito menos acentuada. Conforme [documentado nesses blog](#) de Adler e Sosa, uma resposta mais comedida da despesa pública à elevação dos preços das commodities não só assegura a sustentabilidade fiscal como também contém a exuberância do setor privado, o que evita um “pouso forçado” quando o país deixa de contar com a sorte.

Os próximos anos trarão enormes desafios para as economias de mercados emergentes, e não se deve esperar a volta das altíssimas taxas de crescimento da década passada. Muitas economias de mercados emergentes dispõem dos meios para navegar esse ambiente mais hostil e sair-se vitoriosas. Nosso estudo sobre o crescimento nos mercados emergentes, na sequência do [seminário sobre mercados emergentes](#) realizado durante as Reuniões Anuais de 2013 do Banco Mundial e do FMI, tratará do assunto em mais detalhes.